

中国养老目标基金的发展路径与未来展望

彭鑫

(湖南师范大学, 湖南长沙, 410081)

摘要: 作为隶属于养老第三支柱的核心金融工具, 养老目标基金的发行对于缓解我国养老财务压力及推动养老三支柱均衡发展有着积极意义, 本文结合现实背景对养老目标基金发展现状进行梳理, 并据此对其发展前景进行分析。首先对养老目标基金的定义特点及国内外发展历程进行了梳理。其次, 从宏观及微观两个层面对养老目标基金发展过程中的机遇与挑战进行了分析。最后, 对养老目标基金的未来发展进行了展望。

关键词: 养老目标基金; 养老金融; 养老三支柱体系

中图分类号: F8 **文献标识码:** A

一、养老目标基金的起源和发展

养老目标基金的起源可以追溯到 20 世纪 90 年代的美国, 基于国际视角其具体发展可以分为几个阶段:

第一个阶段是 1974 年—1993 年, 这一时期是养老目标基金发展的萌芽期, 在 1974 年, 美国颁布的《雇员退休收入保障法案》中提到创立个人退休养老账户 (IRAs), 这一提议促进了养老金体系中交费确定型 (DC) 计划的发展^[1]。这一迅速转变使得计划参与者需要自己进行资产配置, 而大多数投资者由于缺乏专业性的经验而难以理性投资。因此, 各基金公司依据不同类型投资者的风险偏好进行养老产品设计, 因此以目标风险基金为代表的资产配置型基金逐步发展起来^[2]。

第二个阶段是 1993—2006 年, 这一阶段是养老目标基金发展的起步阶段, 在萌芽期由于 DC 计划和 IRAs 的快速发展, 目标风险基金在市场上得到了初步发展, 为养老目标基金的发展壮大奠定了坚实基础, 为了进一步满足更多不同风险偏好投资者的申购需求, 以生命周期投资为理念的目标日期基金也在市场上初露锋芒^[3]。1990 年 11 月, 第一批目标日期基金由巴克莱全球投资公司 (Barclays Global Investor) 在美国推出^[4]。随后, 瑞典公司 SPP Fonder AB 和美国富达基金 (Fidelity Investments Inc.) 等公司也相继成立了相关产品。2001 年的互联网泡沫破灭以及由其引发的股票市场大跌, 使得无数投资者遭遇了财富重创, 这就使得目标日期基金这种依据生命周期理论而设计的产品开始吸引了更多的目光。同时行为经济学创始人泰勒教授于 2004 年发表论文, 从实证角度为投资目标日期基金的优势提供了支持^[5]。

养老目标基金发展的第三个阶段就是 2006 年至今, 这一阶段是养老目标基金的快速发展期, 许多国家和地区借鉴美国发行养老目标基金的成功经验将养老目标基金纳入本国养老第三支柱^[6]。2006 年, 美国颁布的《养老金保护法案》中提出了“合格默认投资备选” (QDIA), 并且法案将养老目标日期基金等明确纳入其中, 这一法案的颁布较大程度推动了养老目标基金的发展^{[7][8]}。

纵观国内市场, 我国养老目标基金行业起步相对较晚, 2018 年为我国养老目标基金的诞生元年^[9]。2018 年 8 月, 首批共计 14 支养老目标基金获得证监会的发行批文并正式发行, 标志着公募基金助力养老金第三支柱建设拉开序幕, 9 月, 我国第一支养老目标基金——华

夏养老 2040 三年持有期混合型基金中基金（FOF）正式面世。2022 年，国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》（国办发〔2022〕7 号，以下简称“意见”），意见明确了个人养老金实行个人账户制，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累制。个人养老金资金账户资金可用于购买符合规定的满足不同投资者偏好的金融产品。养老目标基金被明确为首批纳入个人养老金账户的合格基金品种，这标志着养老目标基金的发展迎来制度性红利。同年 11 月，为助力推动个人养老金账户制度发展，多家基金公司发布了旗下养老目标基金产品增设个人养老金专属 Y 份额。我国养老目标基金较国外而言起步相对较晚，但截止到 2022 年末我国的 205 只养老目标基金总计资产总规模也达到 822.85 亿元，虽然相比 26 万亿规模的公募基金占比较小，但相关产品正在积极地开发与推广中，且纵观美国的养老目标基金行业的发展历程，前期也经历过制度，认可度不足的缓慢发展阶段（李浩，2023）。截至 2023 年末，全市场养老目标基金规模已突破千亿元人民币。

综上所述，养老目标基金起源于美国，随着养老制度的改革和投资者对资产配置需求的增加，在国际范围内逐渐发展并形成了多样化的产品形式。

二、养老目标基金的分类与特点

2018 年 2 月中国证券监督管理委员会发布《养老目标证券投资基金指引（试行）》（证监会公告〔2018〕2 号，以下简称“指引”），指引明确指出养老目标基金是指以追求养老资产的长期稳健增值为目的，鼓励投资人长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险的公开募集证券投资基金。其投资策略包括目标日期策略、目标风险策略以及中国证监会认可的其他策略。采用目标日期策略的基金被称为养老目标日期基金（TDF），其应当随着所设定目标日期的临近，逐步降低权益类资产的配置比例，增加非权益类资产的配置比例。采用目标风险策略的基金被称作养老目标风险基金（TRF），其应当根据特定的风险偏好设定权益类资产、非权益类资产的基准配置比例，或使用广泛认可的方法界定组合风险（如波动率等），并采取有效措施控制基金组合风险。在国内市场上，依据不同的投资风格，TDF 通常以 5 年为一个阶段进行产品设计，随着临近目标日期，TDF 倾向于降低投资组合中权益类资产的投资比例，增加非权益类资产的比重。TRF 则可以分为稳健型，平衡型和积极型三种类型，三种不同投资风格的基金风险偏好依次递增^[10]。

养老目标基金的主要特点有：第一是养老目标基金的长期投资以及目标管理的特点，长期投资是指养老目标基金为了积累资金实现稳健的养老目标通常会设置较长的投资周期。其投资策略较为稳健，不追求短期高收益，而注重长期价值的积累。基金经理会通过审慎的研究和分析，挑选具备潜力的长期投资标的，从而实现长期的稳定回报。目标管理特点在养老目标日期基金和养老目标风险基金中存在差异。对于 TRF 而言，基金事先设定目标风险等级并维持。就 TDF 来说，通常锚定某一年份为目标日期并依据特定“下滑曲线”动态调整投资组合中各类资产的配置比例^[11]。综合来看，TRF 与 TDF 都具有目标管理的特点。

第二是养老目标基金配置多元化的特点，养老目标基金是一种基金中的基金（FOF），这类基金通常在投资过程中可以分为母基金与子基金，具体而言通过集合投资者的资金形成母基金。根据市场行情以及投资者的不同需求设立子基金，子基金则投资于不同的资产或资产组合，也就是基金会根据基金经理的投资策略，在不同的资产类别中进行配置，如股票、债券、房地产等，通过这种母基金与子基金的运作模式以降低风险并提升长期回报^[12]。

第三个是养老目标基金的风险管理的特点，基金会根据投资者的年龄、风险偏好和投资目标来进行风险管理，以资产配置和风险控制等方式，确保在市场波动中能够稳健地实现养老目标^[13]。不仅如此，基金中的基金这种运作形式也可以达到双重风险分散的目的，从而有

效降低风险^[14]。

三、中国养老目标基金发展的机遇与挑战

近年来,我国人口老龄化趋势不断加深,根据最新数据显示,截至 2024 年年底,我国 60 周岁及以上老年人人口达到了 3.1 亿人,占总人口的比例高达 22%,其中 65 周岁及以上老年人口数量为 21676 万人,占总人口的 15.4%。根据联合国老龄化社会新标准即一个国家或地区 65 岁以上老人占总人口的 7%,则意味着这个国家或地区进入老龄化社会,若 60 岁及以上人口占总人口比例超过 20%或 65 岁及以上人口占总人口的比例超过 14%,则这个国家步入中度老龄化社会,这一比例显示我国步入了“中度老龄化”社会^{[15][16]}。老龄化的加剧引起劳动力供给的减少以及社会养老负担的加重。从另一个角度来看,目前,我国初步建立了包含基本养老金,企业年金(职业年金)以及个人养老金的国际“三支柱”养老体系^{[17][18]}。但其存在结构性不平衡问题,即对基本养老金过分依赖,同时,企业年金(职业年金)和个人养老金发展不足,随着居民养老负担加重,基本养老金的收支缺口扩大,企业年金(职业年金)的覆盖面及补充作用有限,对于弥补养老金替代率下降存在显著局限性,从而,必要加大力度发展第三支柱,完善我国养老体系来应对挑战。人口老龄化及养老压力日渐增加的宏观背景为养老目标基金的发展提供了根本驱动力并创造了庞大的市场需求^{[19][20]}。

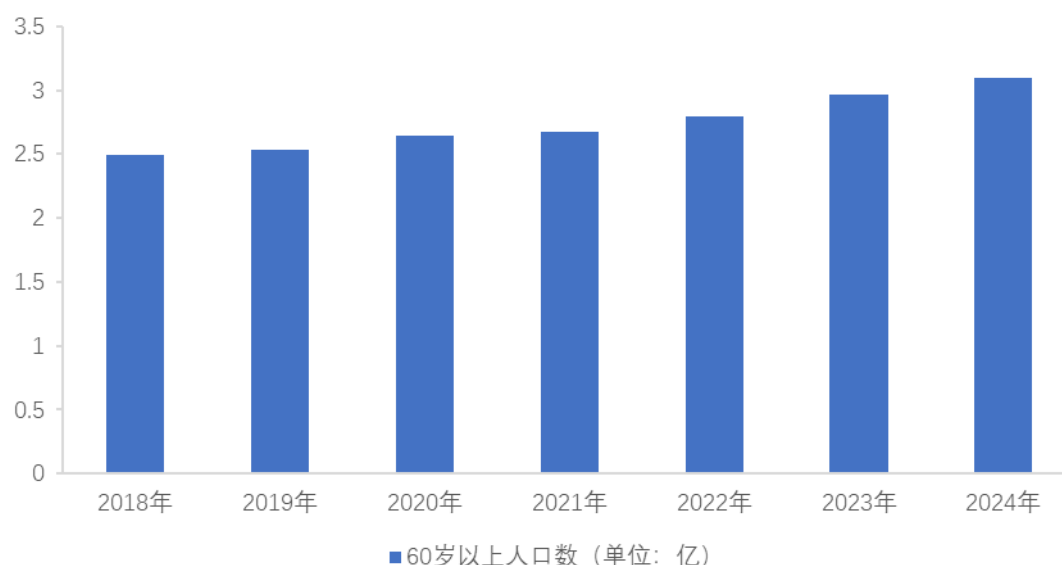


图 1 2018 年-2024 年我国 60 岁以上人口数量变化

从 2018 年养老目标基金发行以来,国家出台了一系列政策来支持养老目标基金的发展,例如,递延纳税的优惠政策指出投资包括养老目标基金在内的个人养老金,投资者在缴费,投资及领取环节均可享受一定的税收优惠^[21]。2022 年实施的个人养老金制度在 2024 年 12 月推广至全国。2024 年,中国人民银行,金融监管总局等九部门联合发布的《关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见》提出要构建多层次,多元化的养老金融体系。2025 年 2 月,中国证券监督管理委员会发布的《关于资本市场做好金融“五篇文章”的实施意见》提出要推动资本市场更好满足多元化养老金融需求,服务养老金等中长期资金稳健增值目标,提供优质金融产品服务。这一系列政策的出台为养老目标基金营造了系统性多元化的发展政策环境^[22]。

但养老目标基金的发展也面临着许多挑战。从投资者层面分析,市场上有一大批消费者对于养老以及养老金的认知仍停留在第一支柱和第二支柱层面,对于个人养老投资缺乏认知

尤其是对于养老目标基金这类年轻基金,而对于有申购意愿的投资者也由于缺乏专业指导而持观望态度^[23]。从产品层面来看,作为公募基金,基金净值易发生波动进而影响投资者的长期持有行为,这也导致当前市场存在“开户热,缴费冷”的现象。虽然从发行至今养老目标基金在市场上已小有规模,但产品仍存在同质化问题^[24]。

综合来看,目前我国养老目标基金的发展处于一个充满机遇与挑战的关键时期。

四、中国养老目标基金发展的未来展望

我国养老目标基金从 2018 年发行至今得到了一定规模的发展,图 2 展示了我国 2018 年至 2024 年市场上养老目标基金的数量变化,从基金数量上看,我国养老目标基金总体发展势头向好,尤其是深度老龄化社会的到来以及随之而来的养老负担加重都为养老目标基金未来的发展提供了持续增长的需求^[25]。目前,相比于部分发达国家与地区,我国养老第三支柱具有强大的发展潜力为养老目标基金的发展广阔的发展市场,加之国家大力发展银发经济以推动构建多元养老金融体系并出台的一系列支持与优惠政策,这些都为养老目标基金发展创造了制度红利^[26]。

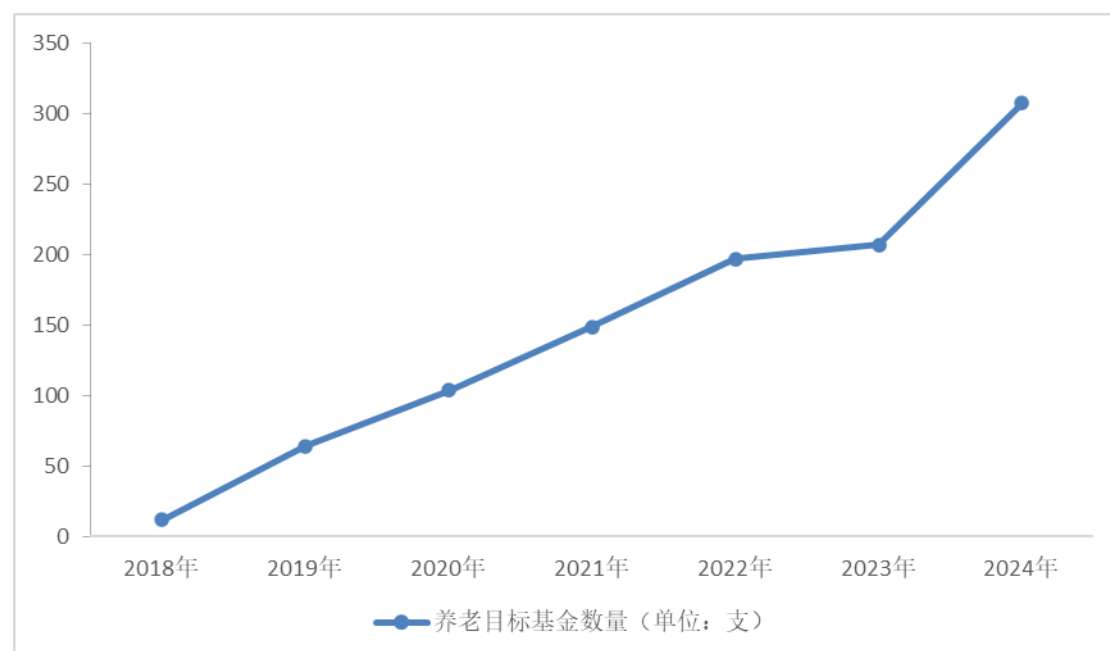


图 2 2018 年-2024 年我国养老目标基金数量的变化

纵观养老目标基金的发展历程,总体发展趋势是积极的,但面对巨大的市场这种实际发展相对缓慢,要不断突破发展过程中的瓶颈,从投资者层面来分析,要使得投资者改变用“追涨杀跌”的短期投资思维来对待养老投资,申购养老目标基金应用长期稳健的眼光看待,短期的净值波动在公募基金市场是普遍存在的并不代表最终的盈亏^[27]。从产品本身来看,要增加产品多元性,进行差异化的产品创新,提供与产品销售相关的多样化服务^[28]。

综上所述,从养老目标基金发行至今,已经成为了我国养老金融市场上个人基金投资的核心力量^[29]。要实现其长远发展仍要注意在发展过程中有针对性的击破难点,打通痛点,从投资者的角度出发完善产品及全过程服务^[30]。尽管面临挑战,但未来政策的支持,市场的发展以及投资者的认可使得养老目标基金发展充满着机遇^[31]。

参考文献

- [1] Elton E J , Gruber M J , De Souza A ,et al.Target Date Funds: Characteristics and Performance[J].Social Science Electronic Publishing, 2015, 5(2).
- [2] Hunter D .Target-date funds: good news and bad news[J]. 2011.
- [3] Brown J .Target-Date Funds[J].Research Reports American Institute for Economic Research, 2010.
- [4] Elton E J , Gruber M J , De Souza A .Target Risk Funds: Target Risk Funds[J]. European Financial Management, 2016, 22(4):519-539.
- [5] Barney L .Are Target-Date Funds Taking on Too Much Risk?[J]. Money Management Executive, 2007.
- [6] Karoui A, Meier I. Fund performance and subsequent risk: A study of mutual fund tournaments using holdings-based measures[J]. Financial Markets and Portfolio Management, 2015, 29(1):1-20.
- [7] Sharpe W F .Mutual Fund Performance[J].The Journal of Business, 1965, 39(1):119-138.
- [8] Chang B , Booth L .Target-date funds: lessons learned[J].Journal of Risk, 2023.
- [9] 巴曙松,方垵豪,朱伟豪.中国人口老龄化背景下的养老金缺口与对策[J].经济与管理, 2018, 32(06):24-30.
- [10] 邓小莲.我国养老目标基金的发展定位、困境与对策探析[J].改革与战略, 2020, 36(1 2):68-77.
- [11] 闫绍怡.养老目标日期基金最优投资策略研究[D].首都经济贸易大学, 2021.
- [12] 丁洁.我国目标风险型公募 FOF 资产配置策略研究——以华夏聚丰稳健目标风险混合型发起式 FOF 为例[D].中央财经大学, 2022.
- [13] 方睿,“养老目标日期 2035 基金”产品设计[D].湖南大学, 2019.
- [14] 张俐,龚振.中国养老目标基金业绩评价研究[J].投资与创业, 2023(8):13-15.
- [15] 湖北省民政厅养老服务处.锚定目标 多头并进 构建湖北省养老服务体系建设新格局——解读《湖北省养老服务体系“十四五”规划》[J].社会福利, 2022(4):2.
- [16] 李铭鼎.我国养老目标基金的问题与对策研究[J].当代县域经济, 2021(12):3.
- [17] 陶玲.发展养老金融产品,拓展居民财富积累渠道[J].清华金融评论, 2023(3):14-18.
- [18] 张福顺.积极应对人口老龄化战略:国际经验比较及对中国的启示[J].兰州学刊, 2024(4):106-115.
- [19] 任鹏;赵天宇.中国养老第三支柱资管产品市场发展现状及比较分析[J].中国金融家, 2024(4).
- [20] 李浩.养老目标基金助力“第三支柱”构建的剖析[J].银行家, 2023(6):87-90, 8.
- [21] 张瑶.养老目标基金的投资策略对比分析[D].内蒙古大学, 2020.
- [22] 鱼晋华,倪煜凯.美国养老目标日期基金研究与启示[J].债券, 2024(4):36-40.
- [23] 张俐,龚振.中国养老目标基金业绩评价研究[J].投资与创业, 2023, 34(08):13-15.
- [24] 谢世清,张梦鸽.目标日期基金产品的设计研究[J].保险研究, 2021(02):64-75.
- [25] 张泽华.瑞典国民养老基金资产管理经验借鉴与启示[D].河北大学, 2021.
- [26] 王焯,刘原,徐淑婧.第三支柱养老基金产品的信息披露:国际经验与政策启示[J].清华金融评论, 2022, (07):81-84.
- [27] 王洋.综合性银行发展养老金融的优势与路径[J].现代金融导刊, 2021, (09):17-21.
- [28] 唐培煜.我国养老目标基金风险度量与管理研究[D].广东外语外贸大学, 2021.
- [29] 杜立金.三支柱养老保险体系下养老目标基金现状分析与发展建议[J].就业与保障, 2021, (10):182-183.
- [30] 邓林.养老目标基金,到底要不要入手?[J].金融经济, 2018(23):44-45.

[31] 房连泉. 养老目标基金落地还应做好哪些准备[J]. 中国社会保障, 2018(11):42- 43.

Evolution Path and Future Prospects of Pension Target Funds in China

Peng Xin

(Hunan Normal University, Changsha / Hunan, 410081)

Abstract: As a core financial instrument within the third pillar of the pension system, the issuance of pension target funds holds positive significance for alleviating China's pension financial pressure and promoting the balanced development of the three pillars of the pension system. This paper reviews the current development status of pension target funds against the practical background and analyzes their prospects accordingly. First, the definition, characteristics, and development history of pension target funds domestically and internationally are reviewed. Second, the opportunities and challenges in the development of pension target funds are analyzed from both macro and micro perspectives. Finally, the future development of pension target funds is projected.

Keywords: Pension target funds; Pension finance; Three-pillar pension system